



四川双马 (000935.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

投资群核科技、傅利叶，投资能力彰显

事件

2 月 26 日，四川双马在投资者互动平台披露科技创新领域投资进展：1) 公司管理及参投的和谐锦豫基金投资了杭州群核信息技术有限公司（“杭州六小龙”之一），2 月 14 日该公司向港交所递交上市申请。2) 公司参投的基金投资了机器人行业的傅利叶项目。

1、2 月 14 日，群核科技向港交所递交上市申请。该公司是一家以 AI 技术和 GPU 集群为底座的空间智能企业，在过去数年的技术沉淀中构建了一套物理正确的世界模拟器，并将之运用在室内空间场景下的实时渲染、工业生产制造，以及虚拟物理世界训练等场景中。按 2023 年收入计算，群核科技是中国最大的空间设计行业软件提供商，市场份额超过 22.2%。按 2023 年的平均月活跃用户（MAU）数量计算，公司是全球最大的空间设计平台。2024 年，群核科技平均月活跃访客数为 8630 万名，拥有超过 4.55 万名品牌企业客户，产品覆盖全球 200 多个国家和地区。

2、1 月 7 日，傅利叶宣布已完成新一轮融资，E 系列融资金额合计达到近 8 亿元。傅利叶是一家行业领先的通用机器人公司，涵盖人形机器人核心业务与智能康复解决方案，自 2015 年成立以来，始终致力于研发兼具敏捷性与智能性的机器人产品，广泛应用于医疗康复、学术研究等现实场景，已为全球超过 40 个国家和地区的 2000 余家机构和医院提供支持与服务。

3、投资项目中已成功上市的有华大智造、翱捷科技、小鹏汽车、文远知行，近期股价表现优秀。其中 1) 翱捷科技为四川双马自管基金和谐锦弘投资项目，2025 年以来的股价累计涨幅为 95.9%。2) 华大智造为四川双马跟投的和谐成长三期基金投资项目，2025 年以来的股价累计涨幅为 60.2%。3) 小鹏汽车为四川双马跟投的智慧出行基金投资项目，公司 2025 年以来的股价累计涨幅为 61.8%（美股）和 75.1%（港股）。4) 文远知行为四川双马跟投的智慧出行基金投资项目，公司 2025 年以来的股价累计涨幅为 57.5%。

盈利预测、估值与评级

科技赛道占优+退出渠道改善，业绩弹性可期。公司私募股权业务迎来双重催化：1) 公司跟投标的受益当前科技成长风格占优；2) 一级市场回暖，公司投资的奕斯伟、屹唐半导体等项目上市进程有望提速。我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 3.5/6.5/9.5 亿元，同比分别-64%/+85%/+47%。整体给予公司 2025 年 170 亿元估值，对应目标价为 22.27 元，维持“买入”评级。

风险提示

投资项目公允价值波动风险；投资项目退出进展不及预期。

国金证券研究所

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）

xiachangsheng@gjzq.com.cn

联系人：方丽

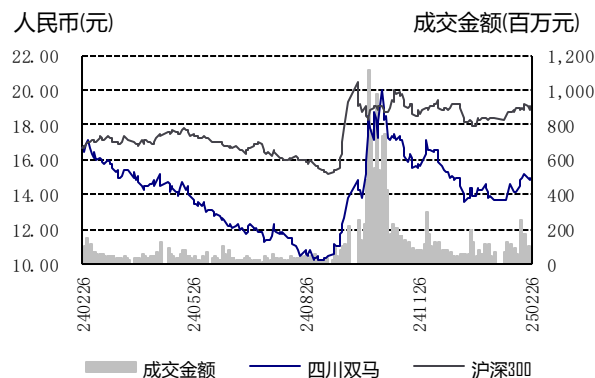
fangli@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.94 元

目标价（人民币）：22.27 元

相关报告：

1.《四川双马公司深度研究：医药科技+PE 双核心，驱动业绩高增》，2025.1.16



公司基本情况（人民币）

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	1,220	1,219	1,006	1,456	1,775
营业收入增长率	-0.3	0.0	-17.5	44.8	21.9
归母净利润(百万元)	825	985	352	651	954
归母净利润增长率	-16.5	19.4	-64.3	84.8	46.6
摊薄每股收益(元)	1.08	1.29	0.46	0.85	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.7	13.2	4.9	8.6	11.5
P/E	11.9	18.8	52.2	28.3	19.3
P/B	1.5	2.5	2.6	2.4	2.2

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,224	1,220	1,219	1,006	1,456	1,775
增长率	-16.9%	-0.3%	0.0%	-17.5%	44.8%	21.9%
主营业务成本	630	707	600	547	579	570
%销售收入	51.5%	58.0%	49.2%	54.4%	39.8%	32.1%
毛利	594	512	619	458	877	1,206
%销售收入	48.5%	42.0%	50.8%	45.6%	60.2%	67.9%
营业税金及附加	11	12	12	10	15	18
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	19	16	7	15	22	27
%销售收入	1.5%	1.3%	0.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	123	118	121	101	291	444
%销售收入	10.1%	9.7%	9.9%	10.0%	20.0%	25.0%
研发费用	34	46	21	20	7	9
%销售收入	2.8%	3.8%	1.7%	2.0%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	423	340	475	328	564	735
%销售收入	34.6%	27.9%	39.0%	32.6%	38.7%	41.4%
财务费用	-28	0	-1	-4	-5	-3
%销售收入	-2.2%	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	351	-299	267	-50	14	30
投资收益	349	895	369	126	181	353
%税前利润	30.6%	96.3%	32.7%	30.9%	23.7%	31.5%
营业利润	1,149	937	1,136	409	764	1,121
营业利润率	93.9%	76.8%	93.2%	40.6%	52.5%	63.1%
营业外收支	-9	-8	-7	0	0	0
税前利润	1,140	929	1,130	409	764	1,121
利润率	93.2%	76.2%	92.6%	40.6%	52.5%	63.1%
所得税	155	106	147	57	115	168
所得税率	13.6%	11.4%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	985	823	983	351	650	952
少数股东损益	-3	-2	-3	-1	-1	-2
归属于母公司的净利润	989	825	985	352	651	954
净利率	80.5%	67.5%	80.6%	34.9%	44.6%	53.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	989	825	985	352	651	954
少数股东损益	-3	-2	-3	-1	-1	-2
非现金支出	52	58	62	1	1	1
非经营收益	-582	-528	-576	-76	-195	-382
营运资金变动	-15	54	-167	103	-63	-42
经营活动现金净流	441	414	309	380	394	530
资本开支	-101	-67	0	-35	-35	-35
投资	-915	-283	-381	100	-244	-360
其他	29	9	47	-126	195	383
投资活动现金净流	-988	-342	-334	-61	-84	-12
股权募资	4	1	0	0	0	0
债权募资	-1	19	-33	0	0	0
其他	-336	-361	-133	-437	-518	-518
筹资活动现金净流	-167	-171	-83	-219	-259	-259
现金净流量	-713	-99	-107	100	51	258

资产负债表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	690	582	466	858	880	1,224
应收款项	3	18	62	61	117	100
存货	64	43	52	61	68	59
其他流动资产	566	202	996	325	612	966
流动资产	1,324	845	1,575	1,305	1,677	2,349
%总资产	20.4%	11.7%	19.2%	16.2%	19.7%	25.6%
长期投资	3,274	3,966	4,224	4,124	4,154	4,184
固定资产	755	766	732	746	759	773
%总资产	11.6%	10.6%	8.9%	9.3%	8.9%	8.4%
无形资产	94	91	85	105	125	145
非流动资产	5,166	6,366	6,619	6,756	6,819	6,883
%总资产	79.6%	88.3%	80.8%	83.9%	80.1%	75.1%
资产总计	6,490	7,211	8,195	8,049	8,514	9,163
短期借款	24	43	10	10	10	10
应付款项	55	124	112	101	115	100
其他流动负债	320	315	312	429	489	459
流动负债	400	482	434	539	614	569
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	153	212	302	302	302	302
负债	553	694	736	842	916	871
普通股股东权益	5,917	6,496	7,441	7,188	7,580	8,276
其中：股本	763	763	763	763	763	763
未分配利润	3,792	4,389	5,320	5,072	5,366	5,919
少数股东权益	20	20	17	20	18	16
负债股东权益合计	6,490	7,211	8,195	8,049	8,514	9,163

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.30	1.08	1.29	0.46	0.85	1.25
每股净资产	7.75	8.51	9.75	9.42	9.93	10.84
每股经营现金净流	0.58	0.54	0.41	0.50	0.52	0.69
每股股利	0.24	0.00	0.34	0.34	0.34	0.34
回报率						
净资产收益率	16.7%	12.7%	13.2%	4.9%	8.6%	11.5%
总资产收益率	15.2%	11.4%	12.0%	4.4%	7.6%	10.4%
投入资本收益率	6.1%	4.6%	5.5%	3.9%	6.3%	7.5%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.9%	-0.3%	0.0%	-17.5%	44.8%	21.9%
EBIT 增长率	-26.1%	-19.5%	39.7%	-31.1%	72.1%	30.4%
净利润增长率	11.2%	-16.5%	19.4%	-64.3%	84.8%	46.6%
总资产增长率	17.6%	11.1%	4.0%	2.1%	0.9%	0.9%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1	8	18	22	22	22
存货周转天数	27	27	32	37	40	40
应付账款周转天数	25	50	53	53	46	34
固定资产周转天数	225	229	219	271	190	159
偿债能力						
净负债/股东权益	9.3%	10.7%	9.9%	11.7%	12.1%	10.5%
EBIT 利息保障倍数	45	32	45	656	1,129	1,472
资产负债率	8.5%	9.6%	9.0%	10.5%	10.8%	9.5%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究